

مجلّة الواحات للبحوث والدراسات
ردمد 7163- 1112 العدد 12 (2011) : 568 – 594
http://elwahat.univ-ghardaia.dz

سلوك المردودية على الأسهم والمخاطرة في الأسواق المالية الإسلامية والتقليدية

– دراسة قياسية ومقارنة بين بورصتي ماليزيا وتل أبيب خلال الفترة 1997/2010 –

علي بن الضب[1] و ف. بن ناصر[2]
1 ـ كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير– المركز الجامعي عين تموشنت
2 ـ كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير– جامعة فرحات عباس سطيف

I. مقدمة

لقيت الأسواق المالية في الدول النامية والدول المتقدمة على حدٍ سواء في السنوات الأخيرة اهتماما ًمتزايدا ًنظرا ًللدور الهام الذي تؤديه في النشاط الاقتصادي، فأصبحت جل الموارد المالية في الاقتصاد تتجه إلى هذه الأسواق باعتبارها الموجه الرئيس للموارد وتخصيصها، مما يطرح عدة إشكاليات حول كفاءة هذه الأسواق في تخصيصها للموارد والتأكد من أن أنشطتها تلتزم بالمعايير والضوابط الشرعية، فإن لم تكن كذلك فإنه اقد تتحول إلى مجال للكسب الحرام ومركز لتدمير الثروة. ففي ظل الاهتمام بالصناعة المالية الإسلامية والأسواق المالية الإسلامية يبقى التساؤل مطروحا في ظل العولمة المالية عن العلاقة بين الأسواق المالية الإسلامية والتقليدية؛ وهو ما حاولت أن تناقشه هذه الدراسة.

يهدف البحث إلى الإجابة على العديد من التساؤلات المطروحة حول مدى اختلاف سلوك المردودية على الأسهم والمخا رة في الأسواق المالية الإسلامية عنه في الأسواق المالية التقليدية، وإلى أي مدى توجد علاقة سببية ذات دلالة إحصائية بين أسعار الأسهم ومردودياتها في كل من الأسواق المالية الإسلامية والتقليدية، وهل يوجد هناك أثر للرافعة المالية في مردوديات الأسهم في كل من الأسواق المالية الإسلامية والتقليدية، وهل يوجد اختلاف في درجة التأثير؟

لتحقيق هذا الهدف قام الباحثان بدراسة حالة البورصة الماليزية المحدودة "سوق رأس المال الإسلامي" كأحد البورصات العالمية التي بقت أحكام الشريعة الإسلامية على معاملاتها وبورصة تل أبيب باعتبارها سوقا ماليا تقليديا،وحاول الباحثان إجراء المقارنة سلوك المردودية على الأسهم والمخا رة في الأسواق المالية الإسلامية عنه في الأسواق المالية التقليدية، وإلى اختبار مدى وجود

علاقة سببية بين أسعار الأسهم والمردوديات في السوقين، وكذا اختبار اثر الرفع المالي بهما.

1- إشكالية الدراسة: نحاول في هذا البحث الإجابة عن الإشكالية الرئيسة للدراسة:

– ما مدى اختلاف سلوك المردودية على الأسهم والمخا رة في الأسواق المالية الإسلامية عنه في الأسواق المالية التقليدية؟

تندرج تحت هذه الإشكالية الرئيسية خمس إشكاليات فرعية وهي:

1. ما مدى اختلاف الخصائص الإحصائية الوصفية لأسعار الأسهم وعوائدها في كل من الأسواق المالية الإسلامية والتقليدية؟

2. هل للمعلومات التاريخية والحالية أثر ذو دلالة على أسعار الأسهم في كل من الأسواق المالية الإسلامية والتقليدية، وهل يوجد هناك اختلاف في درجة التأثير؟

3. هل توجد هناك علاقة سببية ذات دلالة إحصائية بين أسعار الأسهم وعوائدها في كل من الأسواق المالية الإسلامية والتقليدية؟

4. هل يوجد هناك أثر للرافعة المالية في عوائد الأسهم في كل من الأسواق المالية الإسلامية والتقليدية، وهل يوجد اختلاف في درجة التأثير؟

2- فرضيات الدراسة:

تم وضع خمس فرضيات للإجابة على إشكالية الدراسة هي:

1. يوجد اختلاف في الخصائص الإحصائية الوصفية لأسعار الأسهم وعوائدها في كل من الأسواق المالية الإسلامية والتقليدية؛

2. تحظى المعلومات التاريخية والحالية بأثر ذو دلالة على أسعار الأسهم في كل من الأسواق المالية الإسلامية والتقليدية مع وجود اختلاف في درجة التأثير؛

3. توجد هناك علاقة سببية ذات دلالة إحصائية بين أسعار الأسهم وعوائدها في كل من الأسواق المالية الإسلامية والتقليدية؛

4. لا يوجد هناك أثر للرافعة المالية في عوائد الأسهم في الأسواق المالية الإسلامية وعكس ذلك في الأسواق المالية التقليدية؛

3- أهمية الدراسة:

يتميز موضوع المردودية والمخا رة في الأسواق المالية لاسيما الإسلامية منها بأهمية بالغة يمكن إيجازها في النقاط التالية:

– يعالج موضوع الدراسة أحد أهم مؤشرات الاستثمار في الأوراق المالية (المردودية، المخا رة)؛

– يهتم بالأسواق المالية الإسلامية ومالها من دور في التنمية الاقتصادية وتحقيق العدالة الاجتماعية؛

– يمس موضوع الدراسة بالعولمة المالية ومالها من انعكاسات على اقتصاديات الدول الناشئة؛

– تطبق الدراسة أحد الاختبارات القياسية؛

– يدرس التجربة الماليزية والتي تمثل أحد التجارب الرائدة في مجال الصناعة المالية الإسلامية.

4- أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى ما يلي:

– تشخيص سلوك المردودية على الأسهم والمخا ـرة في الأسواق المالية الإسلامية؛

– اختبار وجود اختلاف بين سلوك المردودية والمخا ـرة في الأسواق المالية الإسلامية عنه في الأسواق المالية التقليدية؛

– دراسة ارتباط وتكامل الأسواق المالية الإسلامية والتقليدية؛

– تطبيق بعض الاختبارات القاسية الحديثة؛

– إبراز مخطر التمويل بالاستدانة والآثار السلبية لمعدل الفائدة؛

5- حدود الدراسة:

تتمثل الحدود الزمنية للدراسة في الفترة الممتدة ما بين 1997/07/07 و2010/12/10 لأسعار الأسهم الأسبوعية المعبر عنها بالمؤشر العام للسوق (TA100, KLSI)، أما الحدود المكانية فتتمثل في قسمين الأول يخص في ماليزيا باعتبارها سوق مالي إسلامي، أما القسم الثاني يخص سوق تل أبيب لأوراق المالية بدولة فلسطين المحتلة باعتبارها سوقا ماليا تقليديا.

6- منهجية الدراسة:

لقد اتبعنا المنهج الوصفي التحليلي في دراسة سلوك المردودية والمخا ـرة في الأسواق المالية؛ تتمثل المردوديات في الفرق بين اللوغاريتم النيبيري لقيمة المؤشر العام للسوق كنسبة مئوية (سعر إقفال) خلال الفترة 1997/07/07 و2010/12/10 (أزيد من 695 مشاهدة أسبوعية)، فبعد جمع بيانات الدراسة من المواقع الإلكترونية للبورصات المدروسة، وبعض المواقع الأخرى ذات الصلة بالموضوع تمت معالجة هذه البيانات باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews، ولاختبار الدلالة الإحصائية اعتمدنا على التوزيع الطبيعي وتوزيع كاي تربيع، حيث حسبت المردوديات كما يلي:

$$R_t = \ln(\frac{I_t}{I_{t-1}}) * 100$$

حيث:

Rt: المردودية في الأسبوع t؛

Ln: اللوغاريتم النبييري ذو الأساس 2.71... ؛

It: قيمة المؤشر في الأسبوع t.

اختبار ARCH: يكون الاختبار تبعا للخطوات التالية:

بعد تقدير النموذج ARCH يتم حساب قيمة مضاعف لاغرانجLMCAL بالعلاقة التالية:

$$LM_{cal} = N * R^2 .... (3)$$

حيث:

N: عدد المشاهدات؛

R2: معامل تحديد نموذج ARCH عند درجة التأخير P التي يتم تحديدها حسب إحصائية AKAIKE.

تتبع إحصائية مضاعف لاغرانج توزيع كاي تربيع بدرجة حرية P؛ فإذا كانت المحسوبة أكبر من المجدولة دليل على رفض فرضية العدم ومن ثمّة نقول أن التباين غير متجانس عبر الزمن، والعكس صحيح.

في حالة قبول فرضية العدم هناك دليل على تجانس وثبات التباين، أما في حالة قبول الفرضية البديلة فإن التباين غير متجانس عبر الزمن، ومن ثمّة تتطلب عملية النمذجة استخدام نماذج GARCH.

نماذج الانحدار الذاتي ذات التباين الشر ي غير المتجانس المعممة وغير المتناظرةEGARCH

قدّم هذا النموذج من قبل Nelson 1991 حيث توصل الباحث إلى أن دالة التباين الشر ي غير خطية بل هي دالة أسية (Exponential) على عكس ما يرى Bollerslevفي نموذج GARCH حيث يكتب نموذج التباين الشر ي غير المتجانس الأسي (أو غير المتناظر) كما يلي:

$$\log(h_t) = \omega + \beta_j \sum_{j=1}^{p} \log(h_{t-j}) + \alpha_k \sum_{k=1}^{q} \frac{|R_{t-k}|}{\sigma_{t-i}} + \gamma_k \sum_{k=1}^{q} \frac{R_{t-k}}{\sigma_{t-i}} ....(07)$$

يقيس المعامل γ_k أثر الرافعة المالية في حالة وجوده سالب وذو دلالة إحصائية، وفي حالة عكس ذلك نقول إنه لا يوجد أثر للرافعة المالية.

II. الأسواق المالية الإسلامية ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية والعدالة الاجتماعية؛

1- الأسواق المالية الإسلامية

1-1 ماهية السوق المالية الإسلامية:

السوق المالية إحدى أجهزة الوسا ـة المالية الهامة في الاقتصاديات المعاصرة، لأن هذا الجهاز يوفر للمستثمر الضمان والسيولة والربحية, والتوازن بين هذه الأهداف هي ـموح أي مستثمر، ويمكن تعريفه بأنهاالمكان الذي يلتقيفيه المدخرين بالمستثمرين وفق سياسات معيّنة و ـرق متنوّعة، وتعمل الأسواق المالية على الوسا ـة بينهما وتلجأ في هذا إلى وسائل كثيرة، بحيث يجد كل ذي فائض الطريقة التي تناسبه من حيث الفترة التي يمكنه التخلي عن هذا الفائض من خلالها، وشروط التخلي عنه وما إذا كان يرغب في نوع من المخا ـرة أم لا يريد تحمل أي قدر منها"[1]، ولهذا السبب اهتم الباحثين في الاقتصاد الإسلامي بهذه الأسواق وذلك من خلال استحداث أدوات متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، لكي يتسنى لجمهور المتعاملين المسلمين التعامل بهذه السوق بدلاً من حرمانهم من فوائدها ومميزاتها[2]، وتتمثل مقومات السوق المالي الإسلامي فيما يلي:

1-1-1 المنتجات (الأوراق المالية) الممكن تداولها في هذه السوق:

أ- الأسهم: وهي عبارة عن صكوك متساوية القيمة، غير قابلة للتجزئة، وقابلة للتداول بالطرق التجارية وتمثل حقوق المساهمين في الشركات التي أسهموا في رأسمالها، وتخول له بصفته هذه ممارسة حقوقه في الشركة"[3] ويمكن تصنيف أنواع الأسهم التي يمكن تداولها في الأسواق المالية الإسلامية كالتالي:

أ-1 من حيث ـبيعة الحصة التي يقدمها الشريك:

1. الأسهم العينية: هي الأسهم التي تمثل حصصًا عينية في رأس مال الشركة، ويعبّر الفقهاء عن الاشتراك بالحصّة العينية بالاشتراك بالعروض، بجواز الاشتراك بالحصّة العينية ما دامت هناك إمكانية معاينتها وتقويمها تقويمًا صحيحًا بالنقد, وذلك نظرًا لوجود معايير دقيقة للتقويم وظهور دور النقود كوسيلة للتبادل ومقياس للقيمة..[4]

2. أسهم نقدية: وهي التي يكتتبها المساهم ويدفع قيمته انقداً، وهذا النوع من الأسهم جائز، باتفاق الفقهاء، حيث أجمعوا على[5] جواز المشاركة بالأثمان المطلقة.

أ-2 من حيث الحقوق الممنوحة لصاحبها:

1. **أسهم عادية:** وهي التي تتساوى في قيمتها وتعطي المساهمين حقوقا ًمتساوية، ويعطي صاحبها قدر من الربح يتفقم عما دفعه للشركة دون أي زيادة أو نقصان، كذلك يتحمل الخسارة بقدر أسهمه، والحكم الشرعي لهذا النوع من الأسهم هو الجواز بغير خلاف.

أ-3 من حيث ـريقة التداول أوالشكل القانوني:

1. أسهم اسمية: وهي الأسهم التي تحمل اسما لمساهم، ويسجل عليها اسم حاملها، وتثبت ملكيته لها، وتتداول بطريق التسجيل، وهذا النوع من الأسهم يجوز شرعا ًإصدارها والتداول بها، إذ

الأصل أن ملكيته بحصة في الشركة تعطيها لحق فيحمل الصكوك[6] المثبتة لحصته باسمه.

2. أسهم لأمر: وهي الأسهم التي يكتب عليها عبارة لأمر وتتداول بطريقة التظهيردون الرجوع إلى الشركة في صبح الثانيه ومالكا لسهم الجديد، والأول متخليا ًعنه وهذا النوع من الأسهم جائز شرعا، لانتفاء الجهالة بمعرفة المساهم الثاني، ولا يفضي إلى منازعة أو ضرر.[7]

أ–4 من حيث الاستهلاك واسترداد القيمة:

1.أسهم رأس المال: وهي الأسهم التي لا يجوز لصاحبها استرداد قيمتها مادامت الشركة قائمة، ولاتعود للمساهم إلا عند التصفية النهائية للشركة، وهذا النوع من الأسهم جائز شرعا ًوهو الأصل والقاعدة في الشركات.

2.أسهم التمتع: هي الأسهم التي استهلكت قيمتها وذلك بأن ترد قيمتها الاسمية لمالكها أثناء حياة الشركة، دون انتظار حتى موعد حل الشركة وتصفيتها، ويجوز في أسهم التمتع أن يعطى المساهم قيمتها بأقل من القيمة الحقيقية، فيبقى له حق في موجودات الشركة وفي رأس مالها لاحتيا ي، فيحق له حينئذ أن يأخذ جزء من أرباح الشركة ولوكان أقل من أرباح المساهمين الذين لم يأخذوا قيمة أسهمهم من الشركة.[8]

أ–5 من حيث القيمة: قد يحمل السهم أكثر من قيمة، وهذه القيم هي:

1. القيمة الاسمية: وهي القيمة التي تبين في السهم، أي القيمة التي تدون في الصك الذي يعطى لمالك السهم والتي دفعت من المساهم لامتلاك السهم، والحكم الشرعي لهذه القيمة جائز شرعاً، لأن الأصل أن يكون الصك التي يثبت حصة الشريك في رأس المال مطابقا ًللمبلغ الذي تم دفعه من قبل المساهم.

2. قيمة الإصدار: وهي القيمة التي يصدر بها السهم عند التأسيس أو عند زيادة رأس المال مضافاً إليها مصاريف وعلاوة الإصدار، والحكم الشرعي لهذه القيمة هي الجواز، إذ لا يوجد مايمنع من إضافة ما تحتاجه الشركة من مصروفات إلى قيمة السهم.

3. القيمة الحقيقية: وهو النصيب الذي يستحقها لسهم في صافي أموال الشركة بعد حسم ديونها، وإعطاء القيمة الحقيقية أمر يقره الفقه الإسلامي، وحسبما تحققه الشركة من أرباح أو خسائر، تؤثر في القيمة الحقيقية للسهم.

4. القيمة السوقية: وهي قيمة السهم في السوق المالي بحسب العرض والطلب والمضاربات والظروف السياسية والاقتصادية، واعتبار هذه القيمة وتداول الأسهم على ضوئها أمر لا يتعارض مع قواعد الشريعة الإسلامية، حيث يجوز عرض الأسهم للبيع بأقل أو أكثر من قيمتها الاسمية وحسب سعر السوق.

أ–6 من حيث التصويت: في هذا النوع يوجد نوع واحد فقط جائز شرعا وهي الأسهم المصوتة التي تجمع بين حقوق الملكية، وحق الإدارة والتصويت والانتخاب.

أ–7 من حيث المنح أوعدمه وتنقسم إلى:

1. **أسهم غير مجانية:** وهي أسهم يقوم مالكها بدفع قيمتها، وبالتالي فلا غبار عليها شرعا.

2. **أسهم منح (مجانية):** وهي الأسهم التي تمنحها الشركة للمساهمين مجانا ًفي حالة زيادة رأسمال الشركة فيح الترحيل جزء من الأرباح المحتجزة، أو الاحتيا ي إلى رأس المال الأصلي، ويتم توزيعها بصورة تتناسب مع مقدار الأسهم، وهذا النوع من الأسهم جائز شرعا ًما دام المنح يتم بالتناسب مع مقدار الأسهم، إذن هذا المال حق المساهمين، فلهم الحق في الحصول عليه بأي ـريق مشروع.

ب– سندات المقارضة أو صكوك المضاربة: وعرفت بأنها "وثائق محددة القيمة تصدر بأسماء مالكيها مقابل الأموال التي قدموها لصاحب المشروع بعينه، بقصد تنفيذ المشروع واستغلاله وتحقيق الربح، ويحصل مالكوها على نسبة محددة من أرباح المشروع، ولا تنتج هذه السندات أي فوائد، وتكفل الحكومة تسديد قيمة السندات الإسمية الواجب استهلاكها بالكامل في المواعيد المقررة، وتصبح المبالغ المدفوعة لهذا السبب قروض ممنوحة للمشروع من دون فائدة مستحقة الوفاء فور الإ فاء الكامل للسندات".

ت– صكوك الإجارة:

وهي تطرح لجمع مبلغ لشراء عين كبير وتأجيرها تأجيراً تشغيلياً أومنتهياً بالتمليك لجهة ما، ويتم تداول هذه الصكوك في الأسواق المالية الإسلامية لأن حامل الصك يملك الجزء الشائع الذي يمثله الصك في العين المؤجرة. وميزة هذه الصكوك أنها تغلُّ لحاملها مردودية ثابتة هي نصيبه في أقساط الإجارة، وبالتالي ففيها غناء عن السندات ذات الفوائد الربوية التي تتميز بوجود مردودية ثابتة ومحددة مقدماً.

ث– صكوك المشاركة: (سواء كانت ثابتة أو متناقصة) وتطرح لجمع مبلغ من المال يمثل حصته في رأس مال الشركة (مثل الأسهم) ولكن تختلف عنها في كونها مؤقتة بمشروع معين أو مدة معينة، ولحامل الصك الحق في ملكية جزء شاسع من صافي أصول الشركة وحق في الربح الذي يتحقق، ويمكن تداولها بقيمة سوقية معبرة عن التغيرات التي تحدث في قيمة أصول المشاركة ومعدل الربح الموزع[9] ومن الجدير بالذكر أنه يمكن اشتقاق صكوك أخرى من هذه الصكوك بتعديل في بعض شروط الإصدار وهكذا يتضح أن السوق المالية الإسلامية تتميز عن السوق المالية العادية بوفرة البضاعة وتنوعها، فليست مقصورة على الأسهم والسندات فقط وإنما على أنواع عدة فضلاً على

أن البضاعة فيها تعبر عن أموال مستمرة في اقتصاد حقيقي وليست بضاعة مفترضة مثل المشتقات والمؤشرات.

1–1–2 الضوابط الشرعية للأوراق المالية

حتى يمكن التعامل الورقة المالية إسلامية يجب أن تتوفر فيها مجموعة شروط هي:[10]

- **الالتزام بشرط المشاركة في الربح أو الخسارة في نص واضح كامل لا يقبل التأويل وذلك على أساس القواعد الشرعية المعمول بها في عقود المضاربة والشركات، وهذا حتى تصبح الورقة المالية المصدرة إسلامية في مجال التطبيق ومن أجل تفادي الحرج الواقع في بعض الأوراق المالية المصدرة مع أنها إسلامية؛**

- **أن لا يعاد دفق الموارد المعبأة عن ريق الأوراق المالية التي أصدرت على أساس التخلي عن شرط الفائدة الربوية إلى مؤسسات تعمل وفق الشريعة الإسلامية، شركات تتعامل بنظام الفائدة في أنشطتها؛**

- **استثمار الموارد التمويلية للأوراق المالية في مشروعات لها أولويات واضحة في مجال المصلحة العامة للمجتمع الإسلامي فلا يصح استثمار الموارد المعبئة عن ريق الأوراق المالية الإسلامية في مشروعات لدى دول أجنبية غير إسلامية بحجة أن الإستثمار أكثر أمانا وربحية لأنها تعني التبعية وهي لا تقل جرما عن الربا.**

- **ضمان الإصدارات (التغطية) وهو مرتبط بتعهد من الملتزم بالاكتتاب في كل ما تبقي من الطرح العام كما تم تجويز حصول الملتزم على مقابل لما يؤديه من أعمال غير التغطية مثل إعداد الدراسات أو تسويق الأسهم.**

يتحدد سعر الورقة المالية في سوق رأس المال تبعا للمردودية المحققة أو المتوقعة ودرجة المخا رة والفترة المتبقية على استحقاق رصيد الورقة، وستختلف المردودية المحققة والمتوقعة من تلك الأوراق: فقد يتراوح المعدل بين المردودية الثابتة خلال المدى القصير أو المتوسط كنتيجة لطبيعة الأصل المستثمر فيه، وبين المردودية المرتفعة المرتبطة بالمخا ر العالية مثل صكوك تمويل التنقيب، أو البحوث والتطوير.

1-1 -3 المتعاملين: في البداية فإن عمل الشركات العاملة في الأوراق المالية جائز شرعاً، وبالتالي يوجد بالسوق الإسلامية السماسرة والشركات تكون المحافظ وشركات الاكتتاب والتغطية والمقاصة وغيرها، ومن جانب آخر فإن التعامل في السوق المالية الإسلامية ليس مقصوراً فقط على المؤسسات المالية الإسلامية ولكن يتعامل فيها المؤسسات الأخرى التقليدية بل غير المسلمين[11].

4-1-1 مبادئ عمل الأسواق المالية الإسلامية: لقيام هذه السوق المالية وفق أسس الشريعة الإسلامية يجب توفر مجموعة من المبادئ أهمها:[12]

- ✓ المنافسة الحرة والعادلة؛
- ✓ تحديد الأسعار بناء على قوى السوق من خلال آلية العرض والطلب؛
- ✓ توافر معلومات كاملة للمشترين والبائعين عن مختلف جوانب المعاملة التي هم بصددها ولاسيما إذا كانت تلك المعلومات تؤثر على سعر السلعة وهو ما يطابق مفهوم كفاءة السوق في الأسواق المعاصرة؛
- ✓ عدم السماح للقوى الاحتكارية بالتعامل في السوق تجنباً للاستغلال؛
- ✓ العمل قدر المستطاع على تجنب "الوسا ـة" في المعاملات إلاّ إذا كانوا يؤدون بحسن نية خدمات تساعد على سلامة التعامل في السوق؛
- ✓ عدم السماح للمضاربات بتجاوز دورها الاقتصادي في الترجيح من حيث الوقت والمكان ويصبح غاية في حد ذاته وبالتالي تصبح العملية كلها لعبة حظ تضر بالاستثمار الحقيقي وحيث يتم بسببها تجميد موارد ضخمة بعيداً عن الأنشطة الاقتصادية المفيدة للمجتمع.

يلاحظ أن هذه المبادئ نفسها تطبق في تنظيم الأسواق المالية المعاصرة ففي السوق الاقتصادية الإسلامية تترك الحرية لقوى السوق كي تؤدي دورها في تحديد الأسعار في حالة الاستقرار، أما إذا ظهرت في السوق تأثيرات احتكارية يحتمل أن تؤدي إلى تشويه آلية التحديد الحر للأسعار فإنه يجوز للدولة أن تتدخل حتى تعيد العدل إلى السوق.

3–2 عوامل استقرار السوق المالية الإسلامية:

أثبتت الدراسات الاقتصادية أن من أهم المسببات لتقلب وعدم استقرار الأسواق المالية هي المضاربات (المراهنات المالية) في تلك الأسواق وتقلبات أسعار الفائدة، إن تطبيق الضوابط الشرعية على المعاملات في السوق المالية والتي تحرم القمار وسعر الفائدة سوف يؤدى إلى استقرار هذه السوق وإلى أن تقوم هذه السوق بوظائفها الاقتصادية بدرجة عالية من الكفاءة. من أبرز صور الانحرافات والممارسات غير الأخلاقية والمؤدية إلى عدم استقرار الأسواق المالية ما يلي:

3–2–1 البيع الصوري أو المظهري:

يقصد به خلق تعامل نشط على سهم ما، في الوقت الذي قد لا يوجد فيه تعامل فعلي يذكر على ذلك السهم، والهدف من هذا البيع هو إيهام المتعاملين أنّ تغيرات سعرية حدثت للورقة المالية المعنية، وأنّ تعاملاً نشطًا يجري عليها، وهو بذلك لا يخرج عن كونه نوعًا من الخداع والاحتيال لغرض تحقيق الربح.

3–2–2 اتفاقيات التلاعب في أسعار الأوراق المالية:

تتم هذه الاتفاقيات بواسطة شخصين أو أكثر، وتستهدف إحداث تغييرات مفتعلة في أسعار الأوراق المالية بغرض تحقيق الربح، ويتم ذلك من خلال ترويج إشاعات عن سوء حالة منشأة معيّنة، أو من خلال قيام السماسرة باستغلال ثقة عملائهم والإيعاز لهم بالتخلص من ورقة مالية معينة[13].

في ظل هذا المناخ الذي يتّسم بزيادة العرض نتيجة اندفاع مالكي هذه الأوراق للتخلّص منها بأدنى خسارة ممكنة، تتجه القيمة السوقية للسهم نحو الانخفاض حتى تصل إلى أدنى حد ممكن لها, وحينئذٍ يسعى المتآمرون لشرائها، ثم يبدؤوا بعد ذلك في نشر معلومات عن تحسن ملحوظ في أداء المنشأة مصدِّرة هذه الأوراق، كما يسعى السماسرة إلى إقناع عملائهم بشراء تلك الأوراق فيزداد الطلب وتبدأ القيمة السوقية للورقة في الارتفاع، فيسارع هؤلاء المتآمرون بإبرام صفقات صورية عليها حتى يسود الاعتقاد بأنّ هناك تعاملاً نشطًا على تلك الأوراق، ممّا يؤدّي إلى المزيد من التحسن في قيمتها السوقية، وعندئذ يقومون ببيعها محققين بذلك أرباحًا ائلة.

3–2–3 الاحتكار: يقصد بالاحتكار في الأسواق المالية، قيام شخص ما بشراء كل الكميات المعروضة من ورقة مالية معيّنة وحبسها، وذلك لغرض التحكم في السوق، حيث يقوم ببيع الورقة للراغبين في شرائها بالسعر الذي يراه، أو للإنفراد بصناعة القرار في المنشأة المصدرة للأوراق المالية، وقد يحدث الاحتكار من شخص بمفرده أو بالتعاون مع أشخاص آخرين[14].

3–3 كفاءة الأسواق المالية من منظور إسلامي

3–3–1 مفهوم الكفاءة والرشادة في الإسلام:

تعني الرشادة في الإسلام الالتزام بقواعد الشريعة الإسلامية، ويعني التزام أ ـراف المبادلة (المعاملة) مقرض ومقترض ووسيط بأحكام الشريعة الإسلامية، أما الكفاءة في الإسلام فنعني بها ضمان توافر المناخ العام لتطبيق أحكام الشريعة الإسلامية أي ضمان توافر المناخ لتطبيق شرط الالتزام الإسلامي،إضافة إلى تحقيق العدالة بين أ ـراف المعاملة وهو الشرط الذي يتجاهل تحقيقه الأسواق المالية بمفهومها التقليدي. [15]

3-3-2 كفاءة الأسواق المالية التقليدية: يفرق الماليون بين ثلاثة أنواع من الكفاءة يجب أن تتوافر في السوق المالي وهي الكفاءة التوزيعية ،الكفاءة التشغيلية والكفاءة المعلوماتية، ويصبح السوق محقق للكفاءة التامة إذا حققت الأنواع الثلاثة من الكفاءة معا، وعندما يتحقق النوع الثالث من الكفاءة أي عندما يعكس أسعار الأوراق المالية المعلومات المناسبة بها يقال أن فرض السوق قد تحقق، واستعرض(1970) Fama ثلاثة أشكال من المعلومات التي تستند عليها التوقعات وهي:

✓ حالة المعلومات الضعيفة: في هذه الحالة فإن سعر الورقة يعكس كافة المعلومات المتضمنة لأسعار الورقة في الماضي ولا تقدم المعلومات عن أسعار الورقة في الماضي أية معلومات عن سعر الورقة في المستقبل، ومن ثم لا تفيد المستثمر في تحقيق عوائد إضافية من خلال استخدام قاعدة التعامل الفنية؛

✓ حالة المعلومات النصف قوية: وتتم إذا عكس سعر الورقة المالية آنيا وبصورة كاملة المعلومات المتاحة للعامة على الأوراق المالية، ويعني توافر هذا الشرط أن وجود أي معلومات جديدة متاحة للعامة سوف تنعكس وبسرعة على سعر الورقة المالية؛

✓ حالة المعلومات القوية: يعني أن سعر الورقة المالية يعكس بصفة آنية وكاملة كل المعلومات المعروفة عن أسواق الأوراق المالية متضمنة المعلومات الخاصة الداخلية المتاحة ويعني توافر هذا الشكل من الكفاءة أن السوق المالي يستجيب بسرعة كبيرة للمعلومات الداخلية المتاحة.

3-3-3 الكفاءة الاقتصادية لسوق الأوراق المالية في الاقتصاد الإسلامي:

إن القواعد العامة التي جاءت بها تعاليم الإسلام والضوابط الشرعية العامة التي لابد من وجودها ومراعاتها عند إجراء العمليات المالية كفيلة جميعها بوجود سوق مالية منضبطة اقتصاديا واجتماعيا.وإذا أردنا توضيح ذلك على نوعي الكفاءة فأننا سنجد أن الاقتصاد الإسلامي يسعى لتحقيقهما اعتمادا على مبادئه الرئيسة في التعاملات، ويمكن أن نجمل القول في ذلك كما يلي[16]:

✓ على مستوى الكفاءة الخارجية: نجد ذلك في عناية الاقتصاد الإسلامي بمنع الربا والعمل على تطبيق نظام المشتريات النقدية، كما أن إشهار المعلومات، والإفصاح المالي عن الشركات المساهمة سيكون لها الأثر البارز في عمل الأسواق المالية في الاقتصاد الإسلامي، كما أن سعي الاقتصاد الإسلامي إلى العمل على إتاحة التفاعل بين قوى العرض والطلب – كما سنلاحظ في الكفاءة الداخلية– يعمل على الاقتراب أو الحصول على الأسعار العادلة والتي تعبر إلى حد كبير عن الأسعار الحقيقية.

✓ على مستوى الكفاءة الداخلية: من المبادئ الأساسية في الاقتصاد الإسلامي في تنظيم الأسواق مبدأ كفالة دخول السوق بيسر وسهولة، وكذلك نهى عن الاحتكار وحذر منه، وكلا المبدئيين يتح التفاعل المباشر بين قوى العرض والطلب في السوق السلع العينية الأمر الذي يعمل على الاقتراب أو الحصول على الأسعار العادلة، كما أن وجود عدد كبير من المتعاملين يعمل على خفض تكاليف التبادل الناتج عن التنافس بين الوسطاء في الأسواق.

ويجب التنبيه أن تطبيق مبدأ حرية دخول السوق قد يترتب عليه مقدار من الغرر والجهالة في التبادل بين المتعاملين بسبب عدم اتصاف الكثير من المتعاملين بالرشد الاقتصادي، مما يتطلب تقييد عملية التداول ووجود هيئة استشارية تقدم خدماتها مجانا أو بأسعار رمزية.

ومما سبق يمكننا القول بأن كفاءة الأسواق المالية التقليدية كفاءة منقوصة فهي أدوات تركز على مفاهيم معينة تنفي معها فكرة تحقيق العدالة بين أ ،راف المعاملة بل أن هناك تعارض بين تحقيق الكفاءة في تلك الأسواق وتحقيق العدالة، وثانيا تتيح لفئات من المتعاملين في الأسواق المالية التلاعب في أسعار الأوراق المالية، وتدفع البعض الآخر لاتخاذ قرارات مالية لا تناسبهم ولكن تصب في صالح الفئات المتلاعبة، وثالثا فإن التلاعب في تلك الأسواق قد لا يحقق العدالة في توفير المعلومات لأ ،راف التعامل.

وفي المقابل نجد بأن أهم الخصائص التي ينبغي أن تتصف بها الأسواق المالية في الاقتصاد الإسلامي حتى تتمكن من أداء دورها بكفاءة وفاعلية ما يلي:

- ✓ **تبعية السوق المالية للسوق الحقيقية، وذلك حتى تسود المعرفة الاقتصادية الحقيقية في توجيه تحركات الأسهم؛**
- ✓ **استناد القيم السوقية على توقعات المدى البعيد، بدلا من تقلبات المدىالقريب، وفي ذلك تقليل لاتجاهات المضاربة البحتة وتشجيع اللاستثمارات ذات الأجل الطويل؛**
- ✓ **توجيه السلوك العام لمجتمع المساهمين لا يجعل اهتمامهم منحصرا في المردودية النقدية المتوقع فقط، وإنما يتعداه إشباع الرغبة في المشاركة الإيجابية، لإنجاز الأهداف الاقتصادية للمجتمع المسلم.**

III. سلوك المردودية ومخا ر الاستثمار في الأسهم وسبل قياسها

نقصد بمعدل المردودية (R) مقدار النمو في الثروة بين فترتين زمنيتين، أما معدل العائد فهو نسبة التوزيعات المدفوعة (D) إلى السعر(P). يتم حساب المردودية والعائد على النحو التالي:

1– معدل المردودية في الزمن المتقطع: في هذه الحالة الفرق بين الفترتين هو الواحد الصحيح (خطوة واحدة)، ونكتب:

$$R_{it}=\frac{P_{it}+D_{it}-P_{it-1}}{P_{it-1}}=\frac{P_{it}+D_{it}}{P_{it-1}}-1=\frac{P_{it}}{P_{it-1}}-1+\frac{D_{it}}{P_{it-1}}\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots$$

2– معدل المردودية في الزمن المستمر: في هذه الحالة معدل نمو الثروة بين الفترتين مقسّم على عدة فترات جزئية ولتكن q، ففي الحالة السابقة اعتبرنا أن q=1 على أساس أن المردودية تم حسابها مرة واحدة في نهاية الفترة ولتكن سنة، فما هو معدل المردودية الشهري، الأسبوعي، اليومي،

الساعي...؟

$$\left[1+\frac{R_{it}^{q}}{q}\right]^{q}=\frac{P_{it}+D_{it}}{P_{it-1}}\Leftrightarrow R_{it}^{q}=q\times\left(\sqrt[q]{\frac{P_{it}+D_{it}}{P_{it-1}}}-1\right)$$

معدل المردودية السنوي أكبر من الشهري وهذا الأخير اكبر من الأسبوعي وهكذا كلما زادت الفترة الجزئية ارتفاعا كلما انخفض معدل المردودية لكن ما هي نهاية معدل المردودية لما يؤول عدد الفترات إلى مالا نهاية؟

$$\left[1+\frac{R_{it}^{q}}{q}\right]^{q\times n}=\frac{P_{it-1+n}+\sum_{j=t}^{t-1+n}D_{ij}}{P_{it-1}}=\underset{q\to\infty}{Lim}\left[1+\frac{R_{it}^{q}}{q}\right]^{q\times n}=e^{r\times n}$$

من المعادلة السابقة علاقة معدل المردودية في الزمن المستمر في نهاية السنة بدلالة معدل المردودية في الزمن المتقطع هي على النحو التالي:

$$e^{R_{it}^{C}}=\frac{P_{it}+D_{it}}{P_{it-1}}\Leftrightarrow R_{it}^{c}=Log\left(\frac{P_{it}+D_{it}}{P_{it-1}}\right)=Log\left(1+R_{it}^{d}\right)$$

أما علاقة معدل المردودية في الزمن المستمر بمعدل المردودية في الزمن المتقطع بصفة عامة هي على النحو التالي:

$$e^{R_{it}^{C\times n}}=\left(1+R_{it}^{d}\right)^{n}$$

و منه نخلص أن معدل المردودية في الزمن المستمر يحسب بصفة عامة بالعلاقة التالية:

$$R_{c}=Log\left(\frac{P_{it}+D_{it}}{P_{it-1}}\right)$$

3– التوزيع الطبيعي لمعدلات المردودية::

تعتبر دالة التوزيع الطبيعي من بين أهم لدوال المعتمدة في النظرية المالية لدراسة توزيع وسلوك المردودية، تبعا لنظرية التزايدات المنتهية مجموعة متغيرات عشوائية مستقلة تتبع التوزيع الطبيعي لاسيما في حالة عدد المتغيرات مرتفع، التوزيع الطبيعي يعرف بالخصائص الإحصائية (المتوسط μ والانحراف المعياري σ)، وتكتب دالة كثافته الاحتمالية على النحو التالي:

$$f(x)=\frac{1}{\sigma\sqrt{2\pi}}.e^{\frac{(x-\mu)^{2}}{2\sigma^{2}}}\ avec\ -\infty\leq x\leq+\infty$$

أما دالة كثافة التوزيع الطبيعي المركز المختصر ذو المتوسط المعدوم وانحراف المعياري المساوي للواحد على النحو التالي:

$$f(x)=\frac{1}{\sqrt{2\pi}}.e^{\frac{z^{2}}{2}}$$

4–مخا ر الاستثمار في الأسهم وسبل قياسها

تعتبر الأسهم ذات المردودية أكبر مقارنة بالسندات لكن هذا الارتفاع في المردودية يصاحبه ارتفاع في درجة المخا رة فما هي مخا ر الاستثمار في الأسهم وما هي سبل قياسها؟

تعرف المخا رة على أنها درجة التقلب في معدل المردودية ومن ثمة تقاس بمقاييس التشتت وأهما الانحراف المعياري الذي يحسب بالعلاقة التالية:

$$\sigma\left(R^{i}\right)=\sqrt{\frac{1}{n}\sum_{t=1}^{n}\left(R_{t}^{i}-\overline{R}^{i}\right)}$$

كما يمكن اللجوء لتقنية سبر الآراء لقياس الانحراف المعياري ويتم ذلك من خلال الحصول على توزيعات احتمالية حول توقعات تطور مؤشر ما أو تذبذباته، كما يمكن تقدير تشتت توقعات المحللين الماليين حول أرباح شركة مدرجة بالبورصة.

توجد تقنية أخرى كذلك يمكن بها قياس التذبذبات وذلك في حالة وجود مشتقات مالية متداولة بالبورصة، تكون هناك إمكانية لقياس التذبذبات، تسمى بطريقة التذبذبات الضمنية وتحسب انطلاقا من نماذج تقييم الخيارات لاسيما نموذج Black-Schooles

تمثل المخا ر التي تقاس بالانحراف المعياري بالمخا ر الكلية أو الإجمالية كونها تتضمن قسمين؛ الأول منها يمثل المخا ر النظامية أو العامة أو مخا ر السوق وهي مخا ر تتعرض لفها جميع القطاعات أو الشركات، أما القسم الثاني فيضم المخا ر غير النظامية أو الخاصة وهي متعلقة بالشركة ونشا ها وخصائصها دون بقية الشركات الأخرى.

IV. سلوك المردودية على الأسهم والمخا رة في بورصتي ماليزيا وتل أبيب – دراسة تطبيقية–

1– سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا

1– 1 نبذة تاريخية عن نشأة سوق رأس المال الماليزي: بدأت صناعة التعامل بالأوراق المالية في ماليزيا في أواخر القرن التاسع عشر بظهور الشركات البريطانية العاملة في مجال الصناعات المطا ية والتعدينية وفي عام 1930 م أسست كأول جمعية، جمعية سماسرة بورصة سنغافورة منظمة رسمية في إجراءات التعامل بالأوراق المالية، إلا أن بداية نمو سوق رأس المال كانت في أوائل التسعينات لسد احتياجات القطاع العام من خلال إصدار الأوراق المالية الخاصة بالحكومة الماليزية" MGS" ومن ذلك الحين، أصبح القطاع العام قطاعا ًأساسيا ًلتطوير الاقتصاد القومي، وتعتبر شركة "Arab Malaysian Finance Bond AMF" أولى شركات القطاع الخاص التي أصدرت أول سندات الشركات الخاصة في ماليزيا في عام 1980 م.

تطور سوق رأس المال في ماليزيا تطورا ًملحوظاً بعد عام 1993م بتأسيس هيئة الأوراق المالية الماليزية، وبورصة كوالالمبور للأسهم" Kuala Lumpur Stock Exchange KLSE" تأسست في عام 1994م*، وسوق المشتقات، وسوق السندات، بجانب تقديم بعض المعاملات المالية الجديدة مثل شهادات الشراء من الأسهم الموجودة"Call Warrants"وشهادات الشراء من الأسهم الجديدة "Warrants" ليصبح هذا السوق مصدرا ًرئيساً لتمويل ""Warrants وشهادات الشراء من الأسهم الجديدة المشروعات ذات رؤوس الأموال الكبيرة التكوين الرأسمالي الذي كان يحصل عليها لقطاعان العام والخاص.

1–2 أدوات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا: مكن تقسيمها إلى ثلاثة أقسام رئيسة كما يلي:

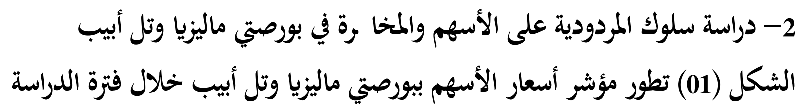
أ– الملكية الإسلامية: تشمل الملكية الإسلامية الأدوات المالية لاسيما الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية والمدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة الماليزية، وما يتعلق بالأسهم مثل صناديق الاستثمار الإسلامية والتي يمكن نقل ملكيتها من شخص لآخر بطريقة البيع أو الهبة، وأما مؤشر الشريعة فلا يعدمنا لأدوات المالية، بل هو مقياس لمعرفة أداء سوق الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة في ماليزيا. ويوجد نوعان هما:

✓ المؤشر الشرعي كوالالمبور "Kuala Lumpur Shariah Index – KLSI" تم تصميم المؤشر الشرعي كوالالمبور بتاريخ 17 أبريل/نيسان 1999 م لتلبية الطلب من قبل المستثمرين المحليين والأجانب الراغبين بالاستثمار في الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في البورصة الماليزية.

✓ المؤشر الإسلامي الماليزي لرشيد حسين المحدودة –داوجونز بدأ العمل به عام 1992م من قبل شركة رشيد حسين المحدودة ولكنه رح في 10 مايو/ 1996 مرسمياً، ويعرف في الوقت الحاضر بالمؤشر الإسلامي الماليزي رشيد حسين المحدودة – داوجونز لأنه يخضع لمعايير داوجونز لتقييم أداء الشركات المدرجة في اللوحة الرئيسة في البورصة والمرخصة بها من اللجنة الاستشارية الشرعية.

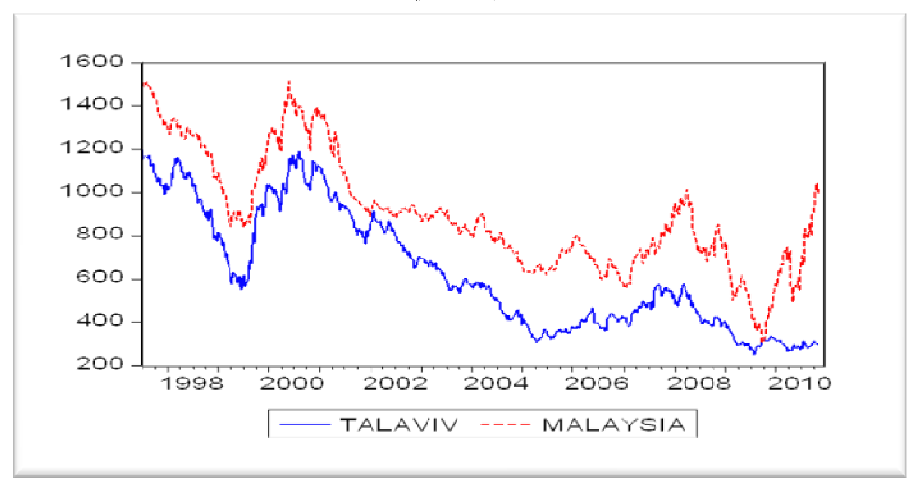
ب– الصكوك الإسلامية: ويتم إصدار الصكوك الإسلامية من الشركات الخاصة والتعامل بها تحت رقابة هذه اللجنة، وأما الصكوك الإسلامية الحكومية فهي خاضعة لمراقبة البنك المركزي الماليزي. وتصدر هذه الصكوك على أساس عقود شرعية وبضوابط تنظم إصدارها، وإحدى خصائصها المردودية على أساس نسبة من الربح المتحقق وليس على أساس الفائدة

ج– خدمات الوسا ة: إن فئة الوسطاء الماليين تلعب دورا ًهاما ًفيإدارة وتنظيم عمليات تبادل الأسهم لاسيما الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، والرقابة الشرعية أيضا ًتعتبر، إحدى الخدمات الجوهرية المتوفرة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، وهذه لضمان التزام أنشطة في هذا السوق بأحكام الشريعة الإسلامية.



2– دراسة سلوك المردودية على الأسهم والمخا ـرة في بورصتي ماليزيا وتل أبيب

الشكل (01) تطور مؤشر أسعار الأسهم ببورصتي ماليزيا وتل أبيب خلال فترة الدراسة

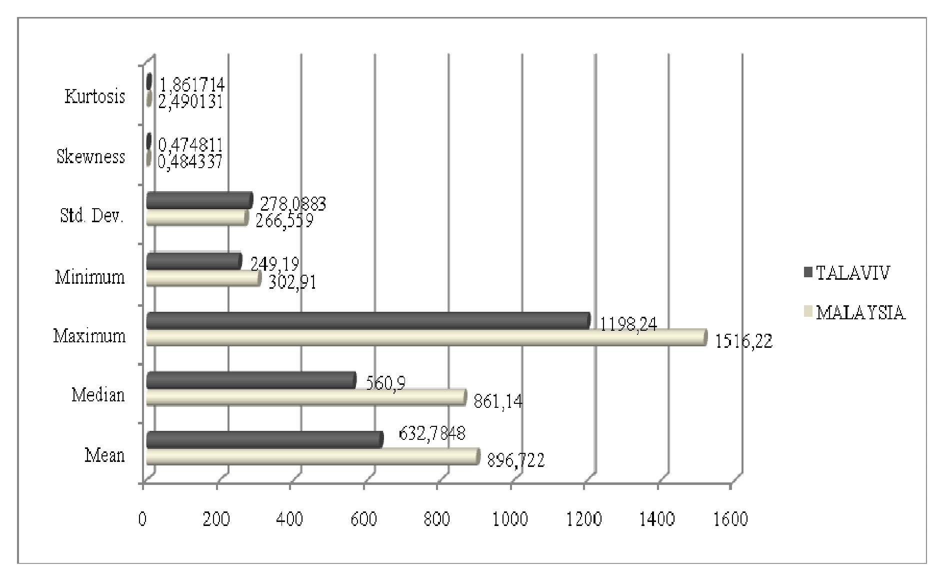


المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات الدراسة.

يبدو جليا من الشكل تراجع المستوى العام للأسعار منذ سنة 2002 تقريبا بشكل مستمر إلى غاية سنة 2007 حيث قفزت أسعار السهم إلى مستويات قياسية لتعود بعد ذلك إلى الحضيض في سنة 2009 بسبب الأزمة المالية الراهنة.

نلاحظ من الشكل أعلاه أن أثر الأزمتين الماليتين لسنتي 1998 و2009 بارز على مستوى البورصتين، لكن تأثر بورصة تل أبيب بأزمة سنة 1998 كان اكبر مقارنة بالبورصة الماليزية، هذه الأخيرة بالرغم من تأثرها بدرجة كبيرة بالأزمة المالية الراهنة إلا أن ما يلاحظ هو عودة أسعار الأسهم وتعافي السوق المالي بسرعة كبيرة نوعا مقارنة ببورصة تل أبيب.

الشكل (02) الإحصائيات الوصفية لأسعار الأسهم ببورصتي ماليزيا وتل أبيب



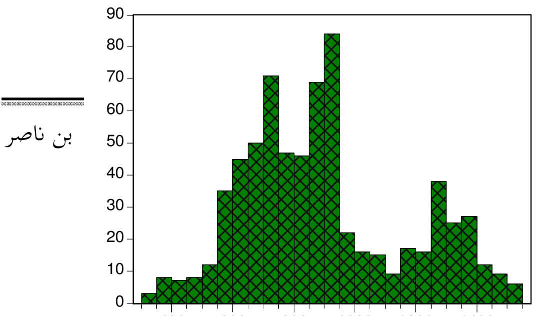
المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات الدراسة.

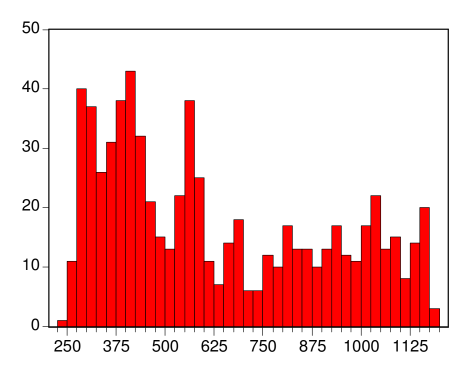
يبرز من الشكل أعلاه أن أسهم البورصة الماليزية تتميز بمخا ر أكبر مقارنة ببورصة تل أبيب، وذلك استنادا إلى مؤشر تذبذب أسعار الأسهم المعبر عنه بالانحراف المعياري (Std. Dev) وكذلك مؤشر المدى؛

يلتوي شكل التوزيع الإحصائي لأسعار الأسهم في البورصتين نحو اليمين وبقيم متقاربة؛ وذلك حسب مؤشر (Skewness) الذي يقيس درجة الالتواء عن التوزيع الطبيعي.

يتصف شكل التوزيع الإحصائي لأسعار الأسهم في البورصتين بأنه مدبب (Leptykurtic)، حيث لم يبلغ معامل التطاول الثلاثة.

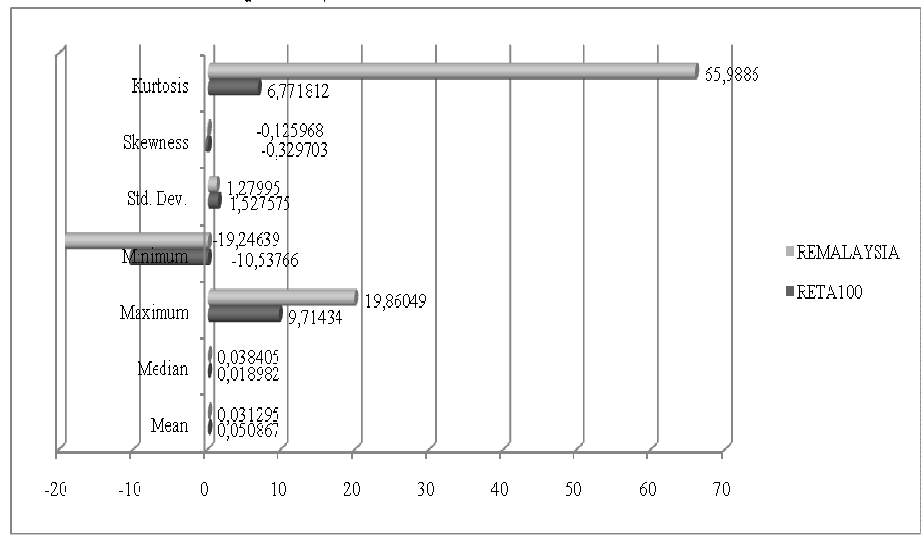
نستنتج مما سبق أن أسعار الأسهم في بورصتي ماليزيا وتل أبيب لا تتبع التوزيع الطبيعي، وهو ما تثبته كذلك إحصائية Jarque-Bera التي كانت ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 99% للبورصتين وهو ما يبرزه الشكل التالي: الشكل(03) الإحصائيات الوصفية لأسعار الأسهم ببورصتي ماليزيا وتل أبيب





المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات الدراسة.

الشكل (04) الإحصائيات الوصفية للعوائد لأسعار الأسهم ببورصتي ماليزيا وتل أبيب.



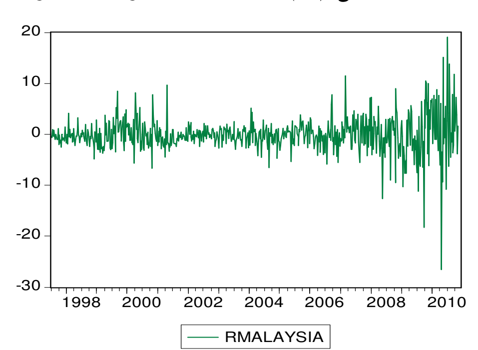
المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات الدراسة.

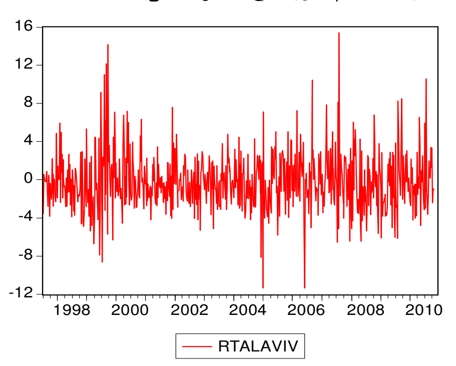
اقترب متوسط المردوديات الاسمية للأسهم في بورصتي ماليزيا وتل أبيب من الصفر، لكن هذه الأخيرة تميزت بعوائد اسمية أكبر (0.05 %) مقارنة بنظيرتها الماليزية البالغ بها (0.03 %)؛

إذا ما رجعنا إلى فرضيات كفاءة السوق المالي يفترض أن تكون المردوديات الاسمية ذات متوسط معدوم لاسيما في المدى الطويل، وبالتالي كلما اقتربت المردوديات الاسمية من الصفر دلت على ارتفاع كفاءة السوق؛ ومنه نخلص أن البورصة الماليزية ذات كفاءة عالية مقارنة ببورصة تل أبيب حسب معيار متوسط المردوديات الاسمية دون المخا رة.

تعتبر الأسهم في بورصة تل أبيب الأكثر مخا رة مقارنة بالبورصة الماليزية التي تتميز بعوائد اسمية منخفضة وهذا موافق لنظرية المحفظة المالية حيث كل زيادة في المردودية يترتب عنها زيادة في المخا رة.

الشكل (05) الإحصائيات الوصفية للعوائد لأسعار الأسهم ببورصتى ماليزيا وتل أبيب.



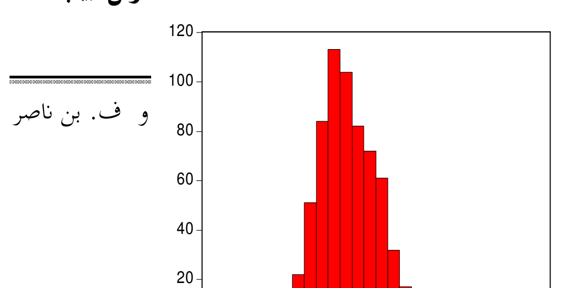


المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات الدراسة.

تعتبر البورصة الماليزية الأقل مخا رة من بورصة تل أبيب؛ حيث يمكن تفسير ذلك بالمنهج اللاربوي الذي تعتمده ماليزيا وما له من انعكاسات على الرفع المالي الذي يؤدي إلى ارتفاع التكاليف الثابتة ومن ثمة ارتفاع درجة المخا رة، لكن ما يلاحظ من الشكل أعلاه أن تأثير الأزمة المالية الراهنة كان أكثر انعكاسا من آثار الأزمة المالية لنهاية التسعينيات على البورصة الماليزية وهو عكس ذلك بالنسبة لبورصة تل أبيب.

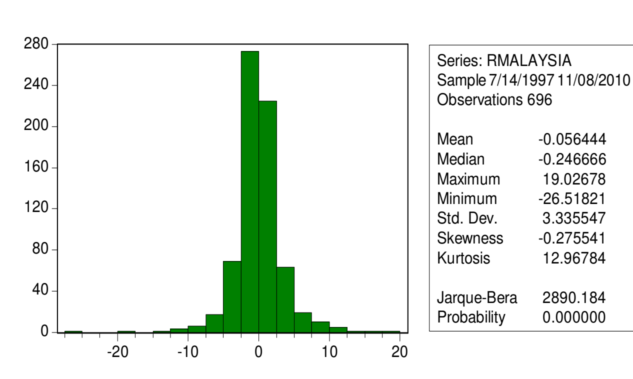
لا تتبع المردوديات الاسمية للأسهم في بورصتي ماليزيا وتل أبيب التوزيع الطبيعي؛ وهو ما تثبته إحصائية **Jarque-Bera** التي كانت ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 99% بالبورصتين؛ حيث التوى التوزيع الإحصائي نحو اليسار. كما تتميز المردوديات الاسمية ببورصتي ماليزيا وتل أبيب بتفر ح زائد عن الطبيعي حيث فاق معامل **(Kurtosis)** الثلاثة وهي خاصية تتصف بها جل عوائد السلاسل الزمنية المالية[17]. ويمكن إبراز ذلك من الشكل التالي:

الشكل (06): الإحصائيات الوصفية للعوائد لأسعار الأسهم ببورصتي ماليزيا وتل أبيب.



Series: RTALAVIV
Sample 7/14/1997 10/25/2010
Observations 694

Mean	-0.200449
Median	-0.455766
Maximum	15.42177
Minimum	-11.37890
Std. Dev.	3.027188
Skewness	0.713966
Kurtosis	5.685385
Jarque-Bera	267.4873



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات الدراسة.

3- اختبار وجود أثر كل من المعلومات التاريخية والحالية والرفع المالي على عوائد الأسهم ببورصتي ماليزيا وتل أبيب.

حسب مؤسس نظرية الكفاءة المعلوماتية فاما يفترض أن أسعار الأسهم تعكس جميع المعلومات المتاحة التاريخية والحالية والمميزة، ولقياس ذلك عمليا يتطلب الأمر دراسة تذبذبات عوائد الأسهم التي نستهلها باختبار أثر ARCH لبواقي النموذج التالي: $R_t = C + \varepsilon_t$

حيث: C عدد حقيقي ثابت.

نتائج اختبار وجود أثر ARCH: نتائج الاختبار للبورصتين ملخصة في الجدول التالي:

الجدول (01) نتائج اختبار أثر ARCH لعوائد الأسهم ببورصتي ماليزيا وتل أبيب.

بورصة تل أبيب

ARCH Test:			
F-statistic	5.897525	Probability	0.015416
Obs*R-squared	5.864542	Probability	0.015449

بورصة ماليزيا

ARCH Test:			
F-statistic	4.833348	Probability	0.028244
Obs*R-squared	4.813723	Probability	0.028234

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات الدراسة.

نستنتج من الجدول أعلاه أنه يوجد أثر ARCH في بواقي النموذج ببورصتي ماليزيا وتل أبيب، مما يعني أن تباين بواقي النموذج غير متجانسة حيث يوجد مشكل (heteroskedasticity)؛ وذلك كون القيمة المحسوبة لمضاعف لاغرانج أقل من القيمة الحرجة، وكذلك إحصائية فيشر تثبت ذلك. لتصحيح اختلال افتراض تجانس التباين ينبغي الاعتماد على نماذج GARCH كحل لهذا المشكل.

نتائج اختبار وجود أثر الرفع المالي: نتائج الاختبار للبورصتين ملخصة في الجدولين التاليين:

الجدول (02) نتائج اختبار وجود أثر الرفع المالي ببورصة ماليزيا وتل أبيب.

Dependent Variable: RMALAYSIA
Method: ML - ARCH (Marquardt)
Date: 12/13/10 Time: 08:10
Sample(adjusted): 7/14/1997 11/08/2010
Included observations: 696 after adjusting endpoints
Convergence achievedafter 19 iterations
Variance backcast: ON

	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-0.234797	0.067445	-3.481291	0.0005
	Variance Equation			
C	-0.094143	0.017281	-5.447851	0.0000
|RES|/SQR[GARCH](1)	0.138498	0.023280	5.949326	0.0000
RES/SQR[GARCH](1)	-0.047747	0.015228	-3.135495	0.0017
EGARCH(1)	0.998241	0.002517	396.5460	0.0000
R-squared	-0.002863	Meandependent var		-0.056444
Adjusted R-squared	-0.008668	S.D. dependent var		3.335547
S.E. of regression	3.349973	Akaike info criterion		4.681912
Sumsquaredresid	7754.620	Schwarz criterion		4.714565
Log likelihood	-1624.305	Durbin-Watson stat		1.915553

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات الدراسة.

الجدول (03) نتائج اختبار وجود أثر الرفع المالي ببورصة تل أبيب.

Dependent Variable: RTALAVIV
Method: ML - ARCH (Marquardt)
Date: 12/13/10 Time: 07:50
Sample(adjusted): 7/14/1997 10/25/2010
Included observations: 694 after adjusting endpoints
Convergence achievedafter 24 iterations
Variance backcast: ON

	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-0.375227	0.099902	-3.755960	0.0002
	Variance Equation			
C	-0.099047	0.044215	-2.240121	0.0251
|RES|/SQR[GARCH](1)	0.270482	0.038943	6.945528	0.0000
RES/SQR[GARCH](1)	-0.083281	0.029539	-2.819385	0.0048
EGARCH(1)	0.949536	0.020841	45.56077	0.0000
R-squared	-0.003338	Meandependent var		-0.200449
Adjusted R-squared	-0.009163	S.D. dependent var		3.027188
S.E. of regression	3.041026	Akaike info criterion		4.952541
Sumsquaredresid	6371.760	Schwarz criterion		4.985268
Log likelihood	-1713.532	Durbin-Watson stat		2.095170

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات الدراسة.

يختبر نموذج EGARCH(1.1) وجود أثر الرافعة المالية (leverageeffects) على تذبذبات المردوديات من خلال دراسة وجود معنوية إحصائية للجزء السالب من التباين (RES/SQR[GARCH](1)). يتضح من خلال الجدولين أن هناك اثر سلبي للرافعة المالية ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 99 في المائة ببورصتي ماليزيا وتل أبيب لكن درجة التأثير تختلف؛ حيث أثر الرفع المالي اكبر ببورصة تل أبيب (–0.083281) مقارنة بالأثر ببورصة ماليزيا (–0.047747)، والنتيجة منطقية بحكم اعتماد الشركات المدرجة ببورصة تل أبيب على الاستدانة في التمويل وما يترتب عنها من اثر للرفع المالي، مقابل اعتماد قليل من قبل الشركات المدرجة بالبورصة الماليزية على نظام الفائدة في التمويل. كما أن المعلومات التاريخية ذات تأثير كبير في الأسواق التقليدية مقارنة بالأسواق المالية الإسلامية وهو عكس ذلك بالنسبة للمعلومات الحديثة.

4– اختبار وجود علاقة سببية بين أسعار الأسهم ومردوديات ها ببورصتي ماليزيا وتل أبيب.

نعني بالسببية بمفهوم غرانجر 1988 أن معرفة القيم التاريخية للمتغير المستقل سوف تحسن من التنبؤ بقيم المتغير التابع، وبالتالي فاختبارات السببية تختلف اختلافا جوهريا عن الارتباط والانحدار

من حيث الهدف أو المنهجية؛ فحسب هذه الأخيرة اختبارات السببية تتعلق بالسلاسل الزمنية.

الجدول (04)نتائج اختبار السببية بين أسعار الأسهم ومردودياتها ببورصتي ماليزيا وتل أبيب.

Pairwise Granger Causality Tests
Date: 01/07/11 Time: 19:13
Sample: 7/07/1997 12/06/2010
Lags: 2

NullHypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
TALAVIV does not Granger Cause MALAYSIA	693	15.8959	1.8E-07
MALAYSIA does not Granger Cause TALAVIV		1.18718	0.30570
RTALAVIV does not Granger Cause RMALAYSIA	692	8.38774	0.00025
RMALAYSIA does not Granger Cause RTALAVIV		0.75959	0.46825

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات الدراسة.

يبدو من الجدول (06) أن معرفة القيم التاريخية لأسعار الأسهم في بورصة تل أبيب سوف لا تسمح بتحسين التنبؤ بأسعار الأسهم في البورصة الماليزية في المستقبل، ومن ثمة يمكن القول أن ليست هناك علاقة سببية بين أسعار الأسهم بورصة تل أبيب وفي البورصة الماليزية، لكن معرفة القيم التاريخية لأسعار الأسهم في البورصة الماليزية سوف تسمح بتحسين التنبؤ بأسعار الأسهم في بورصة تل أبيب في المستقبل، ومن ثمة يمكن القول أن هناك علاقة سببية بين أسعار الأسهم البورصة الماليزية وفي بورصة تل أبيب.

كما يبرز الجدول أعلاه أن معرفة القيم التاريخية لمردوديات الأسهم في بورصة تل أبيب سوف لا تسمح بتحسين التنبؤ بمردوديات الأسهم في البورصة الماليزية في المستقبل، ومن ثمة يمكن القول أن ليست هناك علاقة سببية بين مردوديات الأسهم بورصة تل أبيب وفي البورصة الماليزية، لكن معرفة القيم التاريخية لمردوديات الأسهم في البورصة الماليزية سوف تسمح بتحسين التنبؤ بمردوديات الأسهم في بورصة تل أبيب في المستقبل، ومن ثمة يمكن القول أن هناك علاقة سببية بين مردوديات الأسهم البورصة الماليزية وفي بورصة تل أبيب.

v. الاستنتاجات والتوصيات

قارنت هذه الدراسة سلوك المردودية على الأسهم والمخا رة ببورصتي ماليزيا وتل أبيب واختبرت فرضية تجانس التباين (heteroskedasticity)، و بقت نموذج الانحدار الذاتي ذو التباين الشر ي غير المتجانس المعمم وغير المتناظر EGARCH(1.1) لاختبار أثر الرفع المالي، وذلك بسلسلة الأسعار الأسبوعية للأسهم المدرجة المعبر عنها بالمؤشر العام للسوق (TA100, KLSE)) خلال الفترة 1997/07/07 و2010/12/10 حيث خلصت الدراسة إلى ما يلي:

1. لا يوجد اختلاف كبير في الخصائص الإحصائية الوصفية لأسعار الأسهم ومردوديات ها في كل من الأسواق المالية الإسلامية والتقليدية؛

2. تحظى المعلومات التاريخية والحالية بأثر ذو دلالة على أسعار الأسهم في كل من الأسواق المالية الإسلامية والتقليدية مع وجود اختلاف في درجة التأثير؛

3. توجد هناك علاقة سببية ذات دلالة إحصائية بين أسعار الأسهم ومردوديات ها في كل من الأسواق المالية الإسلامية والتقليدية في اتجاه واحد فقط؛

4. يوجد هناك أثر للرافعة المالية في مردوديات الأسهم في الأسواق المالية الإسلامية لكن بدرجة قليلة مقارنة بالأسواق المالية التقليدية؛

بناءً على النتائج الواردة في الدراسة نوصي بما يلي:

1. إعادة إجراء نفس الدراسة على بعض الأسواق المالية الإسلامية الأخرى في باكستان ودبي؛

2. اختبار العلاقة بين أسعار الأسهم ومردوديتها في بورصة تل أبيب وفي البورصات العربية؛

3. دراسة أثر التغيرات في معدلات يوريبور على تذبذبات مردوديات الأسهم في الأسواق المالية الإسلامية.

4. إعادة صياغة نظرية للمحفظة في ظل عدم وجود معدل مردودية بدون مخا ـرة؛

5. العمل على ترشيد المسيرين والمستثمرين في المنطقة العربية من خلال تزويدهم بنماذج قياسية وبرامج مثبتة على الحاسوب تسمح بتقليل التكاليف وترشيد القرارات لا سينا التمويلية منها، ومحاولة بناء قواعد معطيات تساهم في توفير المعلومة المالية وتخفيض تكلفتها مما يحسن من كفاءة الأسواق المالية العربية.

الهوامش:

[1] **عطية فياض، سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات، القاهرة، 1998، ص 34.**

[2] **احمد مُحَمَّد محمود نصار، الأسواق المالية الإسلامية: مبادئها وأدواتها**
www.philadelphia.edu.jo/courses/Markets/Files/Markets/135.doc

[3] **نبيل خليل هسمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق" دراسة حالةسوق رأسال مال الإسلامي في ماليزيا"،رسالة ماجستير في إدارة الأعمال2007م**

[4] **شعبان مُحَمَّد إسلام البرواري، "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي"، دار الفكر, دمشق, 2002، ص ص94–95**

[5] **أحمد محي الدين أحمد،" أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي"، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي, مجموعة دلة البركة, إدارة التطوير والبحوث, قسم البحوث والدراسات الشرعية, الكتاب الثاني, 1995، ص176–177**

[6] **مبارك بن سليمان بن مُحَمَّد آل سليمان، "أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة"، دار كنوز إشبيليا، الرياض, 2005ص117**

[7] **عطية فياض، مرجع سبق ذكره، ص 183.**

[8] **نبيل خليل هسمور، مرجع سبق ذكره، ص 49.**

[9] **نبيل خليل هسمور، مرجع سبق ذكره، ص65–67.**

[10] **عبد الرزاق خليل، عادل عاشور، دور المصارف الإسلامية في دعم وتطوير أسواق رأس المال العربية، ورقة عمل مقدمة إلى الملتقى الدولي الأول بمعهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، 23–24 فيفري، ص6.**

[11] **هشام حنظل عبد الباقي، الأسواق المالية والأزمات المالية والاقتصادية من منظور إسلامي،بحث مقدم المؤتمر الدولي الرابع بكلية العلوم الإدارية،ص 19.**

[12] **برنامج أساليب الاستثمار الإسلامي في المجالات المصرفية والتجارية، ص 74، الموقع الإلكتروني** ***www.Khartoumstock.com***

[13] **أشرف مُحَمَّد دوابة، "نحو سوق مالية إسلامية", دار السلام، القاهرة، 2006، ص 139.**

[13] **حسين شحاتة وعطية فياض، الضوابط الشرعية للتعامل في سوق الأوراق المالية، وكتبة التقوى، القاهرة، 2001، ص 64.**

[13] **هشام حنظل عبد الباقي، مرجع سبق ذكره، ص 18.**

[13] **عبد الله بن مُحَمَّد الرزين، كفاءة الأسواق المالية من منظور إسلامي، ص 3.**

*** أعيد تسميتها فيما بعد بورصة كوالالمبور للأسهم المحدودة (** ***Kuala Lumpur Exchange Stocks Bhd*** **) وبعد تاريخ 20 أبريل/نيسان2004 معرفت باسم "البورصة الماليزي التي تتداول بها الأوراق المالية لا سيما وما يتعلق بها.**

[13] **أشرف مُحَمَّد دوابة، " نحو سوق مالية إسلامية", دار السلام، القاهرة،2006،ص 139.**

[13] حسين شحاتة وعطية فياض، الضوابط الشرعية للتعامل في سوق الأوراق المالية، وكتبة التقوى، القاهرة،**2001**، ص **64**.

[13] هشام حنظل عبد الباقي، مرجع سبق ذكره، ص **18**.

[13] عبد الله بن مُحَمَّد الرزين، كفاءة الأسواق المالية من منظور إسلامي، ص **3**.

* أعيد تسميتها فيما بعد بورصة كوالالمبور للأسهم المحدودة ***(Kuala Lumpur Exchange Stocks Bhd)*** وبعد تاريخ **20** أبريل/نيسان **2004** معرفت باسم "البورصة الماليزي التي تتداول بها الأوراق المالية لا سيما وما يتعلق بها.

[13] أشرف مُحَمَّد دوابة،" نحو سوق مالية إسلامية", دار السلام، القاهرة،**2006**،ص **139**.

[13] حسين شحاتة وعطية فياض، الضوابط الشرعية للتعامل في سوق الأوراق المالية، وكتبة التقوى، القاهرة،**2001**، ص **64**.

[13] هشام حنظل عبد الباقي، مرجع سبق ذكره، ص **18**.

[13] عبد الله بن مُحَمَّد الرزين، كفاءة الأسواق المالية من منظور إسلامي، ص **3**.

* أعيد تسميتها فيما بعد بورصة كوالالمبور للأسهم المحدودة ***(Kuala Lumpur Exchange Stocks Bhd)*** وبعد تاريخ **20** أبريل/نيسان**2004** معرفة باسم "البورصة الماليزي التي تتداول بها الأوراق المالية لا سيما وما يتعلق بها

[13] أشرف مُحَمَّد دوابة،" نحو سوق مالية إسلامية", دار السلام، القاهرة،**2006**،ص **139**.

[13] حسين شحاتة وعطية فياض، الضوابط الشرعية للتعامل في سوق الأوراق المالية، وكتبة التقوى، القاهرة،**2001**، ص **64**.

[13] هشام حنظل عبد الباقي، مرجع سبق ذكره، ص **18**.

[13] عبد الله بن مُحَمَّد الرزين، كفاءة الأسواق المالية من منظور إسلامي، ص **3**.

* أعيد تسميتها فيما بعد بورصة كوالالمبور للأسهم المحدودة ***(Kuala Lumpur Exchange Stocks Bhd)*** وبعد تاريخ **20** أبريل/نيسان **2004** معرفة باسم "البورصة الماليزي التي تتداول بها الأوراق المالية لا سيما وما يتعلق بها.

[14] حسين شحاتة وعطية فياض، الضوابط الشرعية للتعامل في سوق الأوراق المالية، وكتبة التقوى، القاهرة، **2001**، ص **64**.

[15] هشام حنظل عبد الباقي، مرجع سبق ذكره، ص **18**.

* أعيد تسميتها فيما بعد بورصة كوالالمبور للأسهم المحدودة ***(Kuala Lumpur Exchange Stocks Bhd)*** وبعد تاريخ **20** أبريل/نيسان**2004** معرفة باسم "البورصة الماليزي التي تتداول بها الأوراق المالية لا سيما وما يتعلق بها.